

스튜디오드래곤: 더 확실해진 My Way

스튜디오드래곤의 4Q23 실적은 매출액 1,611억(-15% YoY), 적자 38억원을 기록해 컨센서스를 크게 하회했다. ① 방영 횟수가 줄어든 영향(TV 40회 + OTT 31회 = 총 71회로 -30% YoY), ② 대작이었던 <경성크리치>의 순매출 정산으로 어닝쇼크를 어느정도 예상하기는 했지만, 추가적으로 ③ <아라문의 검> 오산시 세트장 철거 요청에 따른 수거 비용이 약 50억원, 영업외단에서 자회사 화앤담 영업권 손상차손 등이 반영돼 순이익은 -167억원으로 적자 전환했다. 매번 4분기에 반복되는 대규모 자산상각 이슈에 따른 어닝쇼크는 아니었다.

결국 4Q23 어닝쇼크는 제작비 대비 낮게 집행된 매출액, 거기에 일회성 비용까지 추가된 것이 원인이다. 핵심은 이 요인이 1Q24부터 대체 반전될 수 있느냐인데, 이 부분은 여전히 긍정적으로 평가한다. ① 해외 판권 판매는 보통 연말보다는 연초에 훨씬 활발한데, ② 연초부터 <내 남편과 결혼해줘>의 흥행, 그리고 박지은 작가의 텐트폴 드라마 <눈물의 여왕>이 방영되며 해외 판매에 구미를 당기고 있어서다. 시청률 회복에 따른 캡티브 인센티브도 기대해볼 수 있다. ③ 넷플릭스와의 재계약을 통해 올해는 동시방영 작품뿐만 아니라 오리지널 작품에 대해서 리쿱비율도 상승한다. 올해 이익에는 기대해볼만 요소들이 많다.

스튜디오드래곤 역시 전략의 큰 방향을 제시했다. ‘Global Major Studio’로의 Step Up이다. 세분화 된 목표로는 자체기획 비중을 50%까지 늘리고, 편성 전략이 기존에는 드라마 기획 후 편성/판매였다면 이제는 기획과 동시에 편성/판매를 진행해 리쿱비율을 높이는 전략이다. 콘텐츠리중앙의 전략과 유사하다.

그리고 Non-Captive 비중을 기존 2017-2023년 평균 13% ⇒ 올해부터는 50%까지 끌어올리는 전략이다. 모회사인 CJ ENM이 ‘티빙’ OTT, 자체 콘텐츠 제작 및 적극적인 유통에 집중하고 있는 만큼, 동사의 국내 편성 리쿱비율이 개선되기 어렵기에, 스튜디오드래곤은 자체 IP / 비캡티브 제작 / 일본, 미국 현지 드라마 제작 등을 늘려 해외 판권 판매를 더 강화하고 자체 사업을 확대하겠다는 것으로 해석된다. 그간 쌓인 드라마 경쟁력을 바탕으로 더 확실해진 ‘My Way’다. 스튜디오드래곤에 대해 기존 투자 의견을 유지한다.

스튜디오드래곤 4Q23 Review

(십억원, %)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ	YoY	컨센서스	과리
매출액	190.5	211.1	163.5	217.4	161.1	(25.9)	(15.4)	173.9	(7.4)
영업손익	1.2	21.6	16.2	21.9	(3.8)	(117.6)	(426.3)	6.1	(163.1)
지배순손익	(8.5)	18.4	10.2	18.2	(16.7)	(191.8)	흑전	6.2	(369.0)
OPM	0.6	10.2	9.9	10.1	(2.4)			3.5	(5.9)
NPM	(4.4)	8.7	6.2	8.4	(10.4)			3.6	(13.9)

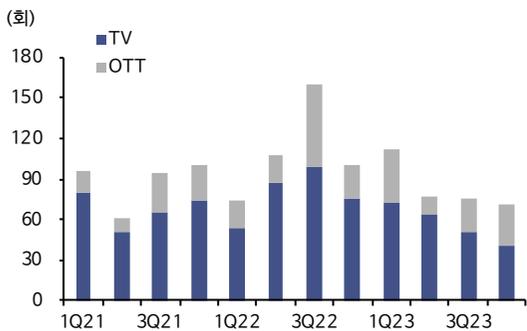
자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 분기 실적 추이

(십억원)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P
매출액	116.1	147.9	121.1	157.5	228.9	190.5	211.1	163.5	217.4	161.1
(%YoY)	9.2	7.4	3.4	48.5	97.2	28.8	74.4	3.8	(5.0)	(15.4)
편성	36.2	53.2	35.4	43.8	59.4	54.0	43.2	42.5	35.0	33.4
(%YoY)	(20.8)	30.7	(19.1)	55.4	64.0	1.5	21.9	(3.0)	(41.0)	(38.1)
(%sales)	31.2	36.0	29.2	27.8	25.9	28.3	20.4	26.0	16.1	20.7
판매	64.9	79.8	77.7	103.9	165.8	132.8	165.7	118.9	180.0	124.3
(%YoY)	27.7	(7.5)	23.0	53.8	155.2	66.4	113.1	14.4	8.6	(6.4)
(%sales)	55.9	54.0	64.2	66.0	72.4	69.7	78.5	72.7	82.8	77.2
기타	15.0	14.9	8.0	9.8	3.8	3.7	2.3	2.1	2.3	3.4
(%YoY)	54.0	39.3	(21.5)	(5.1)	(74.8)	(75.3)	(71.0)	(78.5)	(38.3)	(7.8)
(%sales)	12.9	10.1	6.6	6.2	1.6	1.9	1.1	1.3	1.1	2.1
매출원가	95.1	133.1	95.6	122.1	201.5	178.8	180.3	139.6	188.6	156.8
(%YoY)	11.9	8.5	2.3	42.5	111.9	34.3	88.7	14.3	(6.4)	(12.3)
(%sales)	81.9	90.0	78.9	77.5	88.0	93.9	85.4	85.4	86.8	97.3
매출총이익	21.0	14.8	25.5	35.4	27.4	11.7	30.8	23.9	28.8	4.3
(%YoY)	(1.3)	(1.3)	7.8	74.0	30.5	(20.7)	20.8	(32.4)	5.2	(63.1)
(%GPM)	18.1	10.0	21.1	22.5	12.0	6.1	14.6	14.6	13.2	2.7
영업이익	14.6	6.3	18.1	27.0	18.9	1.2	21.6	16.2	21.9	(3.8)
(%YoY)	(8.7)	39.5	1.4	95.7	29.9	(81.4)	19.3	(39.9)	15.4	적전
(%OPM)	12.6	4.3	15.0	17.1	8.3	0.6	10.2	9.9	10.1	(2.4)
순손익(지배)	14.8	(0.8)	15.6	25.6	17.8	(8.5)	18.4	10.2	18.2	(16.7)
(%YoY)	40.3	적지	0.4	170.2	20.5	적지	17.8	(60.2)	1.9	적지
(%OPM)	12.8	(0.5)	12.9	16.2	7.8	(4.4)	8.7	6.2	8.4	(10.4)

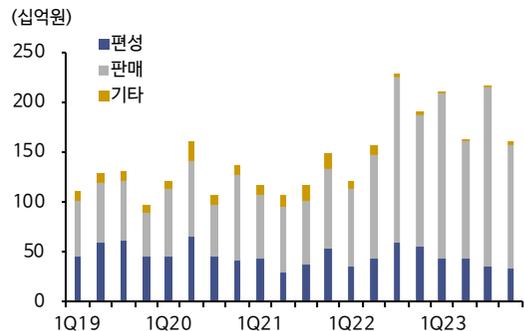
자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 분기별 방영 횟수 추이



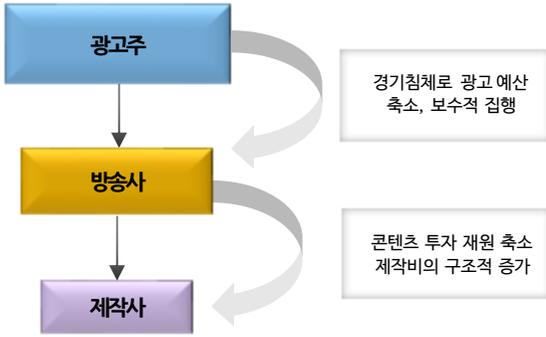
자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 사업부문별 매출액 추이



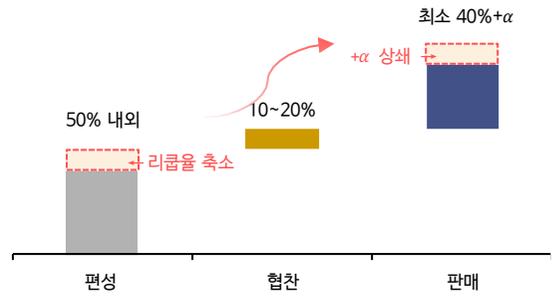
자료: 회사 자료, 신한투자증권

콘텐츠 밸류체인



자료: 회사 자료, 신한투자증권

콘텐츠 수익구조(IP 동시방영)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 연간 실적 추이

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024F
매출액	286.8	379.6	468.5	525.6	487.1	697.9	753.1	850.3
(%YoY)	46.7	32.4	23.4	12.2	(7.3)	43.3	7.9	12.9
편성	131.2	178.1	208.7	197.0	161.3	192.5	154.1	168.0
(%YoY)	49.5	35.7	17.2	(5.6)	(18.1)	19.4	(20.0)	9.0
(%sales)	45.8	46.9	44.5	37.5	33.1	27.6	20.5	19.8
판매	111.8	162.1	219.2	279.7	275.5	480.2	588.9	672.0
(%YoY)	48.3	44.9	35.3	27.6	(1.5)	74.3	22.6	14.1
(%sales)	39.0	42.7	46.8	53.2	56.6	68.8	78.2	79.0
기타	43.7	39.4	40.6	48.9	50.3	25.2	10.1	10.3
(%YoY)	35.3	(9.8)	3.0	20.4	2.9	(49.9)	(59.8)	1.8
(%sales)	15.2	10.4	8.7	9.3	10.3	3.6	1.3	1.2
영업이익	33.1	39.9	28.6	49.2	52.6	65.2	55.9	78.9
(%YoY)	56.1	20.6	(28.2)	71.8	6.8	24.0	(14.3)	41.2
(%OPM)	11.5	10.5	6.1	9.4	10.8	9.3	7.4	9.3
순이익	23.8	35.8	26.4	29.7	39.0	50.6	30.1	62.0
(%YoY)	83.8	50.1	(26.3)	12.8	31.3	29.5	(40.5)	106.0
(%NPM)	8.3	9.4	5.6	5.7	8.0	7.2	4.0	7.3

자료: QuantiWise, 신한투자증권